

# **UNIVERSITÀ DEGLI STUDI DI PADOVA**

**Dipartimento di Scienze Economiche e Aziendali “M. Fanno”**



**CORSO DI LAUREA IN  
ECONOMIA**

## **I PROGRAMMI DI BORSA ITALIANA S.P.A. PER LE PMI ITALIANE DI SUCCESSO**

Relatore: Ch.mo prof. Francesco Zen

Laureando: Emiliano Di Maro

Matricola n. 1091696

Anno Accademico 2016 – 2017



*A mia madre,  
che ha sempre creduto e lottato per me*



# INDICE

---

<b>INTRODUZIONE.....</b>	<b>1</b>
 1. CAPITOLO PRIMO .....	 3
<b>IL PROCESSO DI QUOTAZIONE IN BORSA .....</b>	<b>3</b>
1.1 La decisione di quotarsi .....	3
1.2 Come avviene la quotazione .....	5
1.2.1 Requisiti richiesti per la quotazione .....	6
1.2.2 I soggetti coinvolti.....	9
1.3 Tempistiche .....	11
1.4 Costi e benefici della quotazione .....	15
 2. CAPITOLO SECONDO .....	 19
<b>I MERCATI E I SERVIZI DI BORSA ITALIANA S.P.A. PER LO SVILUPPO E LA CRESCITA DELLE PMI .....</b>	<b>19</b>
2.1 Cenni storici: dalla nascita ai giorni nostri .....	19
2.2 Mercato AIM Italia.....	20
2.2.1 Requisiti richiesti per l'ammissione su AIM Italia .....	21
2.2.2 Vantaggi della quotazione su AIM Italia.....	22
2.3 Segmento STAR.....	24
2.3.1 Requisiti richiesti per l'ammissione su STAR.....	24
2.3.2 Benefici della quotazione su STAR.....	26
2.4 Programma ELITE .....	29
2.4.1 Struttura del programma.....	30
2.4.2 Requisiti richiesti.....	32
 3. CAPITOLO TERZO .....	 35
<b>ANALISI DEL COMPARTO STAR .....</b>	<b>35</b>
3.1 Premessa.....	35
3.2 Analisi delle aziende STAR .....	36

4. CONCLUSIONI.....	43
<b>CONCLUSIONI.....</b>	<b>43</b>
RIFERIMENTI BIBLIOGRAFICI .....	47
<b>BIBLIOGRAFIA E WEBGRAFIA.....</b>	<b>47</b>
Libri, articoli e conferenze .....	47

## INTRODUZIONE

Il comparto industriale italiano è, per antonomasia, caratterizzato dalla presenza massiccia di piccole e medie imprese (PMI), le quali presentano per lo più una struttura finanziaria orientata verso il reperimento di risorse dal sistema bancario (il cosiddetto banco-centrismo all'italiana). Tali peculiarità hanno spinto Borsa Italiana S.p.A. ad una maggiore sensibilizzazione verso i limiti del mercato finanziario italiano rispetto a quello estero, differenziando l'offerta nei confronti delle aziende che decidono di quotarsi. Difatti, le società che decidono di intraprendere un percorso che porta alla creazione di una leadership di mercato duratura, hanno nella crescita e nello sviluppo una necessità, più che un'opzione; e gli strumenti che Borsa Italiana S.p.A. mette a disposizione per le aziende rappresentano un importante mezzo per raggiungere tali obiettivi.

Tuttavia, in Italia, si osserva da tempo una forte staticità verso la quotazione, soprattutto per quanto riguarda le PMI. Le ragioni di tale fenomeno sono da imputare in primis alla refrattarietà degli imprenditori italiani ad aprire spontaneamente il proprio capitale a soggetti terzi, oltre che agli oneri legali e fiscali, ai vincoli di corporate governance e di trasparenza informativa a cui le quotande devono fare capo.

Borsa Italiana S.p.A., dunque, ha dovuto ridisegnare la sua offerta in base alle esigenze e le necessità delle PMI italiane, puntando sul fatto che il solo ricorso all'indebitamento bancario (senza rischi eccessivi e di più o meno facile reperibilità rispetto al ricorso di capitale esterno) non può più essere sostenibile nel medio/lungo periodo per le aziende che intendono crescere e competere sui mercati internazionali.

Inoltre, particolarmente importante da considerare è il fatto che le PMI italiane sono a carattere prettamente familiare, a completamento di una sempre più diffusa imprenditoria nazionale. Come conseguenza di ciò si assiste spesso ad un sovrapposizione tra famiglia ed azienda, che si riflette sul controllo della stessa e sulla gestione strategica ed operativa; in particolare, gioca un ruolo fondamentale il ricambio generazionale, per cui vengono tramandate di padre in figlio le conoscenze manageriali, senza considerare le effettive capacità degli eredi e quindi andando incontro al rischio di indebolire il management e compromettere l'intero business. Tale chiusura "culturale" implica una forte resistenza sul capitale azionario da parte dell'impresa, che si traduce in una gestione aziendale legata esclusivamente all'ambito familiare, evitando così qualsiasi forma di condivisione del potere decisionale e di reperimento di risorse da parte di soggetti terzi.

Per questi motivi, Borsa Italiana S.p.A. ha pensato per le PMI che decidono di “mettersi in gioco” una serie di modelli, creati in base alle loro esigenze e simili a quelli adottati dai principali mercati europei.

Questo elaborato finale, strutturato in tre capitoli, si pone l’obiettivo di dare uno sguardo al processo che porta alla quotazione in Borsa; dapprima, infatti, saranno analizzati i requisiti richiesti alle varie aziende per la quotazione ed i soggetti coinvolti oltre che le tempistiche che essa richiede ed i benefici con annessi costi che comporta. Successivamente, dopo un breve excursus di carattere storico, si passeranno in rassegna i vari programmi che Borsa Italiana S.p.A. offre alle aziende quotate. In particolare, verranno descritti e analizzati il mercato AIM Italia, dedicato alle PMI italiane ad alto potenziale di crescita; il Segmento Titoli ad Alto Rendimento (STAR), dedicato alle medie imprese che si impegnano a rispettare stringenti requisiti in ambito di trasparenza informativa, liquidità del titolo e corporate governance; il programma ELITE, una piattaforma internazionale di servizi integrati creata per supportare le imprese nella realizzazione dei loro progetti di crescita ed internazionalizzazione. Infine, nell’ultimo capitolo verrà posta particolare attenzione alle aziende STAR e sarà operata un’analisi per settori.



## IL PROCESSO DI QUOTAZIONE IN BORSA

### 1.1 La decisione di quotarsi

Molte imprese, nel corso della loro vita, possono trovarsi di fronte alla valutazione dell'ipotesi di quotazione sul mercato borsistico. Ciò rappresenta un investimento di lungo termine, con un obiettivo di crescita sia da un punto di vista dimensionale che culturale e consiste nell'acquisizione di capitali che hanno lo scopo di dotare l'azienda di strumenti idonei al finanziamento di nuovi investimenti e per la competizione in materia internazionale. Infatti, attraverso la quotazione si diversificano le fonti di finanziamento e si riequilibra la struttura patrimoniale della società (Ferrari et al., 2009).

La quotazione in Borsa avviene tramite l'IPO (*Initial Public Offering*), acronimo inglese di "Offerta Pubblica Iniziale" di titoli azionari con cui una società colloca parte di tali titoli per la prima volta sul mercato borsistico, offrendoli al pubblico degli investitori. Ciò avviene propriamente nel momento in cui una società esprime la volontà di quotarsi su mercati regolamentati (Enciclopedia Treccani, 2016).

In questo modo, aprendo l'azienda il proprio capitale a nuovi investitori, qualsiasi persona può diventare uno *shareholder*<sup>1</sup> e quindi di conseguenza proprietario per la quota che decide di acquistare.

Il processo di quotazione sul mercato borsistico avviene principalmente sul Mercato Telematico Azionario (MTA), mercato *orden driven* gestito direttamente da Borsa Italiana S.p.A., all'interno del quale si negoziano: azioni (azioni ordinarie, azioni privilegiate, azioni di risparmio), obbligazioni convertibili, *warrant*, diritti d'opzione e certificati rappresentativi di quote di OICR, tramite un meccanismo d'asta che fa incontrare domanda e offerta in cui lo scambio ha luogo tra chi offre il prezzo più basso in vendita e chi offre il prezzo più alto in acquisto (Sesana, 2011).

All'interno del MTA è possibile identificare tre diversi segmenti, definiti in base alla dimensione e ai requisiti specifici soddisfatti dalle società ammesse alla negoziazione:

---

<sup>1</sup> Azionista.

- Blue chip, che è il segmento dedicato alle aziende con la più alta capitalizzazione (superiore al miliardo di Euro);
- STAR, che è il segmento dedicato alle imprese di media dimensione (con capitalizzazione compresa tra i 40 milioni ed il miliardo di Euro) che si impegnano a rispettare determinati vincoli;
- Standard o ordinario, che è il segmento dedicato alle imprese che non presentano i precedenti requisiti.

L'ammissione a quotazione sul MTA e la permanenza sul mercato dipendono dal rispetto di alcuni requisiti che verranno in seguito approfonditi nel §1.2.1 in cui verranno analizzati i requisiti per la quotazione sul mercato azionario e nel Capitolo 2 (§ 2.3.1) in cui si parlerà specificatamente del segmento STAR.

La disciplina predisposta in materia di regole, procedure di ammissione, obblighi e responsabilità derivanti dall'accesso al mercato dei capitali mediante quotazione delle proprie azioni è contenuta nel Regolamento dei Mercati organizzati e gestiti da Borsa Italiana S.p.A.<sup>2</sup>

---

<sup>2</sup> Informazioni reperibili sul sito ufficiale di Borsa Italiana S.p.A., [www.borsaitaliana.it](http://www.borsaitaliana.it).

## **1.2 Come avviene la quotazione**

Un'azienda può affacciarsi alla quotazione in Borsa tramite un'Offerta Pubblica Iniziale in modi differenti. Esistono, infatti, tre diverse tipologie di IPO, che si differenziano tra loro per le modalità con cui offrono al mercato una quota del proprio capitale azionario.

In particolare è possibile identificare:

- Offerta Pubblica di Sottoscrizione (OPS), che configura il caso in cui l'azienda sottoscriva nuove azioni da offrire agli investitori a seguito di un aumento di capitale;
- Offerta Pubblica di Vendita (OPV), che consiste nell'offerta proposta da uno o più azionisti di una società che cedono, in parte o totalmente, le azioni possedute;
- Offerta Pubblica di Vendita e Sottoscrizione (OPVS), che prevede l'utilizzo congiunto delle due modalità di cui sopra e che quindi consiste in un'operazione di offerta di titoli aventi ad oggetto in parte azioni già emesse (OPV) ed in parte azioni di nuova emissione (OPS).

Queste tre operazioni differiscono tra loro per vari motivi e qualora siano finalizzate alla quotazione si ha una cosiddetta IPO.

In particolare, nel caso di un'OPS, le azioni devono essere collocate sul mercato azionario da società autorizzate e su di esse non deve essere esercitato il diritto di opzione da parte dei soci<sup>3</sup>. L'emissione di un'OPS si pone come obiettivo principale quello di beneficiare dell'aumento del capitale di rischio dell'impresa senza coinvolgere i soci, trasformando così aziende caratterizzate da un numero ristretto di soci, in aziende più ampie.

La scelta di un'OPS è spesso propedeutica ad un obiettivo di quotazione in Borsa ed è una scelta preferibile rispetto all'OPV. In questo ultimo caso, infatti, vengono collocate sul mercato azioni già esistenti (e quindi non di nuova emissione) a prezzi e quantità già prefissate, dalla cui vendita saranno generati ricavi non per la società, ma per i singoli soci. A differenza dell'OPS, obiettivo dell'OPV è quello di allargare la base azionaria della società; difatti, è questa una pratica particolarmente usata nelle operazioni di privatizzazione di aziende di proprietà statale (sia direttamente che indirettamente oppure o facenti capo ad altri enti territoriali) in cui lo Stato vuole sì mantenere il possesso della maggioranza azionaria, ma per alleggerire il carico di debito di pubblico facendo cassa, offre ai cittadini la possibilità di diventare azionisti di imprese importanti a condizioni favorevoli. L'OPV può essere emessa, oltre che

---

<sup>3</sup> Come disciplinato dall'art. 2441, comma 6, c.c.

dallo Stato, anche da enti privati, con lo stesso obiettivo: smobilizzare una parte del capitale azionario senza però cederlo in blocco, mantenendo così il controllo dell'azienda. Oltre a questo, però, spesso la OPV ha lo scopo di collocare sul mercato azionario una quota di capitale sociale superiore alla soglia minima di flottante richiesto per poter accedere alla quotazione in borsa.

Infine, un'azienda potrebbe aver bisogno di un profondo intervento sulla struttura finanziaria che si traduce nell'uscita dei soci esistenti e l'ingresso di nuovi soci con la contemporanea emissione di nuove azioni che conferiscono liquidità: è questo il caso dell'OPVS, che prevede l'utilizzo congiunto delle due modalità precedentemente descritte.<sup>4</sup>

### 1.2.1 Requisiti richiesti per la quotazione

Borsa Italiana S.p.A. gestisce numerosi mercati, ognuno dedicato ad una diversa tipologia di strumenti finanziari e ciascuno dei quali regolato da normative create ad hoc e caratterizzato da requisiti diversi richiesti per la quotazione. Tra essi si ricordano il Mercato Telematico Azionario (MTA) che (come si è visto nel §1.1) negozia azioni (azioni ordinarie, azioni privilegiate, azioni di risparmio), obbligazioni convertibili, warrant, diritti d'opzione e certificati rappresentativi di quote di OICR; AIM Italia, in cui sono negoziate azioni di piccole e medie imprese ad alto potenziale di crescita; il Mercato Italiano telematico dei *Futures* (MIF), nel quale si negoziano contratti *futures* su titoli di Stato e molti altri.

Questi sono, infatti, solo alcuni dei mercati gestiti da Borsa Italiana S.p.A. In particolare, per quanto riguarda il MTA, mercato principale di Borsa Italiana S.p.A., l'ammissione a quotazione è subordinata al soddisfacimento di requisiti sia formali, previsti dai Regolamenti dei mercati gestiti da Borsa Italiana S.p.A., sia sostanziali, riguardanti le caratteristiche della società. Essi verranno di seguito elencati e analizzati.<sup>5</sup>

È bene ricordare, inoltre, che i requisiti per l'accettazione per il MTA sono sensibilmente diversi da quelli per l'ammissione all'AIM Italia e al segmento STAR, per cui si rifà il lettore al Capitolo 2, e che per tutte le società quotate su MTA è consigliata l'adozione del Codice di Autodisciplina, la cui applicazione è in parte obbligatoria per le società del segmento STAR.

---

<sup>4</sup> L'offerta si potrà comporre di un'offerta pubblica rivolta al pubblico indistinto in Italia e di un collocamento privato rivolto ad investitori qualificati italiani e ad investitori istituzionali esteri, secondo le normative vigenti in materia. Tale collocamento privato potrà essere realizzato con esclusione degli Stati Uniti d'America, ai sensi della *Regulation S* dello *United States Securities Act, 1933, Rule 144A*.

L'Offerta non viene quindi effettuata negli Stati Uniti o nei confronti di alcuna "U.S. person".

<sup>5</sup> Dati reperibili sul sito ufficiale di Borsa Italiana S.p.A., [www.borsaitaliana.it](http://www.borsaitaliana.it).

Le società che vogliono quotarsi sul MTA devono quindi rispettare i seguenti fondamentali requisiti espressi nelle seguenti Tabelle:

*Tabella 1 - Requisiti MTA pre IPO*

<b>REQUISITI FORMALI IN FASE DI IPO</b>	
<b>Flottante</b>	25%
<b>Bilanci certificati</b>	3
<b>Principi contabili</b>	Internazionali
<b>Offerta</b>	Istituzionale / retail
<b>Altri documenti</b>	Prospetto informativo / SCG / Piano industriale/ QMAT
<b>Market cap (€)</b>	Min €40 mil
<b>CDA (n. indipendenti)</b>	Raccomandato (Codice di Corp. Governance)
<b>Comitato Controllo e Rischi</b>	Raccomandato (Codice di Corp. Governance)
<b>Comitato Remunerazione</b>	Raccomandato (Codice di Corp. Governance)
<b>Incentivi al Top Management</b>	Raccomandato (Codice di Corp. Governance)
<b>Investor Relator</b>	Raccomandato
<b>Sito web</b>	Obbligatorio
<b>Principale Advisor</b>	<i>Sponsor / Global coordinator</i>

*Fonte: elaborazione dati Borsa Italiana.*

*Tabella 2 - Requisiti MTA pre IPO*

<b>REQUISITI FORMALI POST IPO</b>	
<b>Codice di Corporate Governance</b>	Comply or explain
<b>Specialist</b>	Facoltativo (liquidity provider)
<b>Informativa</b>	Necessario price sensitive e operazioni straordinarie (TUF e Regolamento Emittenti)
<b>Parti correlate</b>	Procedure e obblighi informativi
<b>Dati trimestrali</b>	I-III resoconto intermedio di gestione entro 45 giorni da chiusura trimestre
<b>Dati semestrali</b>	Sì – entro 60 giorni da chiusura semestre
<b>Dati annuali</b>	Sì – pubblicazione entro 120 giorni da chiusura esercizio

*Fonte: elaborazione dati Borsa Italiana.*

Per quanto riguarda i requisiti specifici richiesti per l'ammissione a quotazione nei diversi mercati, essi sono stabiliti dal Regolamento dei Mercati e relative Istruzioni organizzati e gestiti da Borsa Italiana S.p.A.

Oltre a questi, però, sono richiesti anche requisiti sostanziali, che fanno riferimento alla prospettiva reale di crescita e gestione del business. Questi ultimi includono, ad esempio, un *tracking* dei risultati economico-finanziari; la compilazione di un *business plan* ambizioso, ma sostenibile; trasparenza nell'assetto societario. Inoltre, è raccomandata all'interno dell'azienda la figura di *Internal Relation manager* ed è di fondamentale importanza non sbagliare il timing per l'accesso al mercato per avere un'IPO di successo (Leardini, 2003).

Per un efficiente ed efficace percorso di quotazione è dunque fondamentale un corretto processo di preparazione dell'azienda agli standard richiesti dai mercati regolamentati e dagli investitori finanziari. Entrando più nel particolare, la preparazione di un'IPO richiede<sup>6</sup>:

- La formulazione di un prospetto informativo contenente informazioni circa la situazione patrimoniale e finanziaria della quotanda, i suoi risultati economici e gli strumenti finanziari con annessi diritti ad essa spettanti;
- La relazione sul sistema di corporate governance esistente, che dovrà contenere tutte le informazioni richieste da Borsa Italiana S.p.A. e descrivere gli interventi organizzativi effettuati per permettere l'allineamento al Codice di Autodisciplina<sup>7</sup>;
- Un sistema di controllo di gestione avanzato in cui siano descritte nello specifico le attività e le procedure che l'azienda utilizza per il monitoraggio della performance aziendale e gli strumenti tecnico-contabili di controllo;
- Un piano industriale correttamente strutturato per affrontare la redazione del prospetto informativo e l'organizzazione dell'*analyst presentation*<sup>8</sup> e del *road show*<sup>9</sup>;
- La somministrazione di un QMAT (*Quotation Management Admission Test*), ovvero un test di autovalutazione delle società quotande per la verifica della sussistenza dei requisiti sostanziali per la quotazione che deve essere presentato a Borsa Italiana S.p.A. insieme agli altri documenti necessari per la quotazione.

---

<sup>6</sup> Cfr, ERNST & YOUNG GLOBAL LIMITED, 2015. *IPO, Il percorso verso la quotazione in Borsa*. Dati disponibili su [www.ey.com](http://www.ey.com).

<sup>7</sup> Codice redatto nel 1999 dal Comitato per la corporate governance e promosso da Borsa Italiana S.p.A., contiene raccomandazioni che costituiscono un modello di "best practice" per l'organizzazione ed il funzionamento delle società quotate italiane. L'adesione a tale codice è volontaria e le raccomandazioni in esso presenti non sono vincolanti (Glossario Borsa Italiana S.p.A, 2011).

<sup>8</sup> Presentazione dell'emittente agli analisti finanziari del consorzio di collocamento, finalizzata alla pubblicazione, da parte di questi ultimi, delle ricerche sull'emittente stesso (EXPOSURE DRAFT, DISCUSSION PAPER 2016)

<sup>9</sup> Serie di incontri tra la comunità degli investitori istituzionali e il management di una società che intende realizzare un'operazione di offerta dei propri titoli finalizzati alla creazione di *brand awarness*. (Glossario Borsa Italiana S.p.A., 2011).

### 1.2.2 I soggetti coinvolti

Il processo di quotazione prevede la presenza di un team di specialisti, con cui l'azienda deve instaurare un rapporto di massima fiducia al fine di una proficua collaborazione. Tra questi, assume particolare rilievo la figura dello *sponsor*. Esso è un intermediario finanziario (ma vi è anche la possibilità che ne sia nominato più di uno), previsto dal Regolamento e nominato dalla società, che svolge il compito di assistenza per tutta la fase di quotazione e anche per un periodo successivo all'IPO.

Inoltre, lo *sponsor* ha come compito quello di collocare sul mercato le azioni dell'azienda che intende quotarsi e deve assumersi la responsabilità almeno due volte l'anno di pubblicare analisi finanziarie e organizzare incontri tra il management aziendale e la comunità finanziaria nazionale ed internazionale (Sasso, 2014).

Oltre allo *sponsor* possono essere nominati, in base alle specifiche esigenze dell'azienda quotanda, consulenti specializzati, i quali spesso si trovano a collaborare con l'azienda anche in periodi successivi alla quotazione. Tra questi si ricordano:

- *Global coordinator*, che coordina tutti gli aspetti del processo di quotazione. Esso deve, infatti, realizzare: uno studio di fattibilità, redigere un business plan, gestire il budget e istruire le varie pratiche. Spesso questo soggetto coincide con lo *sponsor*, ma non obbligatoriamente;
- Responsabile del collocamento delle azioni sul mercato. È anche responsabile della veridicità dei contenuti del prospetto informativo<sup>10</sup>;
- *Financial advisor*, che collabora con *sponsor* e *global coordinator* nella realizzazione dello studio di fattibilità, nella selezione degli altri consulenti, nella redazione del prospetto informativo e del QMAT.
- Società di revisione, responsabile della revisione dei bilanci;
- Studio legale, che ha il compito di assistere l'azienda nei vari adeguamenti statutarî, di redigere il prospetto informativo, gli adempimenti legali ed infine e i contratti di sottoscrizione delle azioni;
- Consulente di comunicazione, che deve comunicare in maniera efficace l'immagine della società e dei prodotti/servizi che offre al fine di massimizzare

---

<sup>10</sup>Documento che deve essere obbligatoriamente redatto e pubblicato dall'emittente che intende svolgere attività di sollecitazione del pubblico risparmio e che deve contenere informazioni riguardanti il proponente l'operazione e le modalità di svolgimento della stessa (Glossario Borsa Italiana S.p.A., 2011). È disciplinato dal Regolamento n.11971/99 di attuazione del D. lgs. n. 58/98.

l'accoglienza del titolo per gli investitori, oltre che occuparsi dei rapporti con la stampa;

- Consulente fiscale, che permette l'ottimizzazione della leva fiscale alla luce delle norme in materia di tassazione per le società quotate;
- Consulente per la predisposizione del sistema per il controllo di gestione, obbligatorio per le imprese che vogliono quotarsi in Borsa;
- Eventuali altri consulenti: per la verifica dei dati extra contabili e per l'organizzazione del *road show*.

Infine, nella procedura di IPO sono coinvolte altre due istituzioni oltre a Borsa Italiana S.p.A. Trattasi di Consob (Commissione Nazionale per le Società e la Borsa), autorità che esercita la vigilanza ed il controllo delle società sui mercati finanziari e che ha il compito di rilasciare il nulla osta, senza il quale non si può procedere con il collocamento delle azioni e pubblicare il prospetto informativo funzionale all'offerta; e Monte Titoli S.p.A., società che gestisce i titoli e si occupa della gestione accentrata obbligatoria degli strumenti finanziari, a cui le società quotate devono obbligatoriamente aderire.

L'ultimo soggetto caratterizzante un'IPO è lo *specialist*, che interviene sul mercato per garantire liquidità al titolo, rispettando il Regolamento dei Mercati e relative Istruzioni di Borsa Italiana S.p.A., non appena la procedura sarà andata a buon fine. Lo *specialist* è un intermediario finanziario la cui nomina risulta obbligatoria in maniera esclusiva per le aziende quotate facenti parte del segmento STAR (si veda il §2.3.1).



### **1.3 Tempistiche**

Il processo di quotazione, per il suo completamento, necessita di circa sei mesi ed è composto dalle seguenti fasi:

- fase preliminare;
- fase iniziale;
- fase intermedia;
- fase esecutiva.

La decisione di quotazione parte con una fase preliminare, in cui il management, dopo aver effettuato un'indagine approfondita, presenta al Consiglio di Amministrazione (CdA) uno studio di fattibilità e del piano industriale, con l'obiettivo di valutare la convenienza strategica, economica e finanziaria dell'operazione. In questa fase, inoltre, vengono selezionate le banche e viene scelto il team di consulenti che accompagneranno la quotanda nel processo di quotazione. Questa fase ha termine con il “*kick off meeting*”, ovvero una riunione in cui il management incontra i consulenti e con essi pianifica le modalità ed i termini entro verrà effettuato il processo di quotazione.

Dopo la fase preliminare, si passa alla fase iniziale, la quale inizia con il processo di *due diligence*<sup>11</sup> finanziaria, legale e fiscale, il quale è finalizzato ad avere una visione completa della realtà aziendale (e dei suoi fattori critici di successo) e accertare il rispetto dei requisiti necessari per la quotazione in Borsa (Brogi, 2009). In questa fase l'azienda, assieme allo *sponsor* ed al team di consulenti e specialisti, inizia la redazione del prospetto informativo, che altro non è che il documento ufficiale di sollecitazione del pubblico risparmio, che ha lo scopo di fornire tutte le informazioni riguardanti la società e l'offerta per gli investitori. In questo documento sono presenti diverse informazioni, quali: dati relativi alla condizione economico-finanziaria della società e alla sua performance; posizionamento sul mercato; descrizione degli obiettivi e delle strategie del management e molti altri fattori (forza lavoro, clienti, fornitori, ecc.) che hanno lo scopo principale di assicurare gli investitori. Infine, Dopo che il CdA ha deliberato sulla richiesta di ammissione a quotazione della società, viene convocata l'Assemblea ordinaria o, se è previsto un aumento di capitale, quella straordinaria (Borsa Italiana S.p.A., 2001).

Questa fase termina con la presentazione a Consob e Borsa Italiana S.p.A. della domanda di autorizzazione alla pubblicazione del prospetto informativo e della domanda di

ammissione a quotazione, entrambi accompagnati dai documenti previsti dalla normativa regolamentare in materia.

Nella fase intermedia ed entro due mesi dalla presentazione della domanda, Borsa Italiana S.p.A. comunica l'ammissione o il rigetto della stessa alla quotanda e alla Consob, tramite un avviso pubblico<sup>12</sup>. Inoltre, viene svolta una *Analyst Presentation*<sup>13</sup> ed ha inizio l'attività di pre-marketing, in cui gli analisti delle banche del consorzio di collocamento incontrano informalmente i potenziali investitori per presentare l'azienda. Durante questa fase, gli investitori hanno la possibilità di manifestare le proprie percezioni negative e i propri dubbi e di familiarizzare con la società (Amorosino, 2014). La fase intermedia si conclude con il rilascio del provvedimento di ammissione a quotazione da parte di Borsa Italiana e del nulla osta alla pubblicazione del prospetto informativo con la sua contestuale pubblicazione da parte di Consob.

Il processo di quotazione termina con la fase esecutiva, nella quale viene perfezionata l'offerta. Successivamente, le azioni dell'emittente vengono negoziate in Borsa. Durante questa fase, ha inizio il periodo di adesione all'offerta pubblica<sup>14</sup> della durata massima di due settimane in cui vengono organizzati *road show*. Al termine del periodo di adesione, si passa alla fissazione del prezzo definitivo di offerta delle azioni (*pricing*) e la contestuale pubblicazione della *Final Offering Circular*<sup>15</sup>. La fissazione del prezzo avviene in 2 fasi distinte:

- 1) l'assemblea che approva l'aumento di capitale fissa un intervallo preliminare di prezzo sufficientemente ampio da tenere in considerazione eventuali variazioni nelle condizioni di mercato. Tale intervallo preliminare può essere ristretto dal Consiglio di Amministrazione in prossimità del lancio dell'operazione;
- 2) in base ai risultati del *bookbuilding*<sup>16</sup> si determina il prezzo di collocamento per il lancio dell'OPV(S) nel caso di offerta pubblica a prezzo fisso, oppure si individua il prezzo massimo, nel caso dell'offerta pubblica a prezzo aperto.

La fase esecutiva si conclude con l'inizio delle negoziazioni delle azioni dell'emittente e l'attività di stabilizzazione (Iosio, 2011). Le azioni vengono assegnate ai membri del consorzio di collocamento i quali si occuperanno dell'offerta al pubblico indistinto la cui durata è di

---

<sup>11</sup> Pianificazione delle diverse fasi della procedura di quotazione operata dal management della società e dal team di consulenti.

<sup>12</sup> Regolamento dei Mercati e le relative Istruzioni, art. 2.4.2.

<sup>13</sup> Presentazione dell'emittente agli analisti finanziari finalizzata alla successiva predisposizione e pubblicazione da parte degli analisti delle ricerche sull'emittente.

<sup>14</sup> Da parte del pubblico indistinto in Italia (vedi Nota 5; §1.2).

<sup>15</sup> L'*offering circular* è il documento informativo che lo *Sponsor/Global coordinator* manda agli investitori istituzionali ed esteri selezionati per il collocamento privato.

<sup>16</sup> Fase in cui il *Global coordinator* raccoglie dati dagli ordini degli investitori istituzionali, ordinandoli secondo determinate variabili e che porta alla fissazione del prezzo dei titoli. (Glossario Borsa Italiana S.p.A., 2011).

almeno due giorni (si veda il §1.2). Entro 5 giorni dalla fine dell'offerta pubblica è necessario effettuare il pagamento e la consegna delle azioni tramite il deposito alla Monte Titoli S.p.A. Durante il primo giorno di negoziazioni ufficiali si determina il prezzo di mercato del titolo. Dopo spesso si verifica un periodo di stabilizzazione del prezzo del titolo, generalmente di 30 giorni, durante il quale il consorzio si riserva la facoltà di intervenire sul mercato finanziario per sostenerne l'andamento anche attraverso l'utilizzo dell'opzione *greenshoe*<sup>17</sup>, se prevista nella struttura dell'offerta. Tale operazione viene anche utilizzata per rispondere alla eventuale maggiore domanda da parte degli investitori (Amorosino, 2014).

Le azioni, infine, vengono così consegnate al pubblico indistinto di investitori in base alle richieste pervenute, a fronte del pagamento del prezzo stabilito dalle modalità viste in precedenza.

Di seguito, è proposta la Tabella 3 (Lovells LLP, 2009) che mostra la durata, in mesi, dell'intero processo di IPO e di ogni sua fase nello specifico.

---

<sup>17</sup> Opzione che permette all'atto del collocamento dei titoli di una società, finalizzato all'ingresso in Borsa, la facoltà per l'emittente di aumentare la dimensione dell'offerta in modo da rispondere in modo adeguato alla domanda di titoli da parte degli investitori. (Borsa Italiana S.p.A., 2006)

Tabella 3- La durata delle fasi del processo di IPO

		Mese 1	Mese 2	Mese 3	Mese 4	Mese 5	Mese 6
FASE PRELIMINARE	Valutazioni preliminari	TEMPO INDETERMINATO					
	Scelta dei vari consulenti						
	Studio di fattibilità						
	Firma del mandato						
FASE INIZIALE	Kick-off meeting						
	Due Diligence economico-finanziaria, legale e fiscale						
	Preparazione del memorandum sul sistema di controllo di gestione						
	Preparazione e aggiornamento Prospetto Informativo						
	Preparazione documento a supporto della valutazione						
	Delibera del CDA di convocazione dell'assemblea						
	Delibera assemblea aumento capitale e approvazione progetto di quotazione						
	Rilascio dei certificati, delle comfort letters e delle legal opinions						
FASE INTERMEDIA	Filing in CONSOB e Borsa Italiana						
	Istruttoria CONSOB e Borsa Italiana						
	Approvazione del CDA e dell'assemblea degli ultimi dati finanziari						
	Predisposizione Offering Circular						
	Analyst Presentation						
	Predisposizione e pubblicazione delle ricerche - inizio del black out period						
	Inizio pre-marketing						
	Rilascio provvedimento di ammissione a quotazione da parte di Borsa Italiana						
FASE ESECUTIVA	Rilascio nulla osta a pubblicazione Prospetto Informativo da parte di CONSOB						
	Pubblicazione Prospetto Informativo e Preliminary Offering Circular						
	Marketing (incontro con analisti, distribuzione ricerca, roadshow)						
	Bookbuilding (raccolta ordini istituzionali)						
	Firma accordo collocamento e garanzia italiano						
	Offerta Pubblica di Vendita e/o Sottoscrizione						
	Fissazione del prezzo di offerta						
	Firma Institutional Underwriting Agreement e Final Offering Circular						
	Inizio negoziazioni						
	Stabilizzazione						

Fonte: Lovells LLP, 2009.

## **1.4 Costi e benefici della quotazione**

Come si è già iniziato a vedere, il processo di quotazione in Borsa rappresenta per le aziende un'opportunità sotto molteplici punti di vista. Tuttavia, si tratta di un processo non esente da costi. Di seguito, verranno analizzati e comparati costi e benefici legati alla quotazione.<sup>18</sup> La quotazione su un mercato borsistico rappresenta, infatti, una scelta chiave di gestione straordinaria che crea valore per gli *shareholders* attraverso gli influssi positivi sulla gestione ordinaria (D'Amato, 2008). Inoltre, essa potrebbe essere mirata ad una ristrutturazione finanziaria della società, con l'obiettivo di ridurre l'indebitamento e, di conseguenza, il costo del capitale di debito.

Tra gli altri, si identificano diversi benefici derivanti dalla quotazione, come:

- L'ampliamento e la diversificazione delle fonti finanziarie, infatti, attraverso la quotazione si ha accesso a liquidità/credito (si veda il paragrafo §1.2) in maniera più semplice, veloce e meno onerosa rispetto alle società non quotate. Si pensi, ad esempio, alla realizzazione di nuovi investimenti o acquisizioni (in tal caso, le azioni possono essere utilizzate come garanzia presso istituti di credito sulla base del valore riconosciuto dal mercato e dunque come forma di pagamento). Con il capitale raccolto le aziende possono quindi finanziare una crescita esterna (mediante acquisizioni) o la crescita interna (attraverso nuovi investimenti);
- L'accrescimento della visibilità e del prestigio a livello internazionale, dal momento che la quotazione genera attenzione da parte dei media, a beneficio dei prodotti o servizi offerti al mercato, nonché dell'immagine dell'azienda;
- Il miglioramento della rete di relazioni aziendali, tramite la predisposizione di flussi periodici di comunicazione sull'andamento finanziario dell'azienda, che hanno lo scopo di generare un beneficio migliorando le relazioni che la quotata intraprende con fornitori, distributori, *join ventures*, etc.;
- Favorire l'ingresso di nuovi soci privati, e in modo particolare dei soci istituzionali, i quali possono contribuire alla gestione operativa dell'azienda;
- Incentivare e motivare il management, creando una correlazione diretta tra le performance dell'azienda ed il loro investimento; influenzando positivamente la produttività

---

<sup>18</sup> Dati reperibili sul sito ufficiale di Borsa Italiana S.p.A., [www.borsaitaliana.it](http://www.borsaitaliana.it).

e la qualità del lavoro. Uno dei metodi maggiormente utilizzati per ottenere ciò, è tramite piani di *stock option*<sup>19</sup>;

- Rendere visibili obiettivi e risultati ottenuti, come effetto della trasparenza informativa cui le aziende quotate devono attenersi e dell'intensa attività di comunicazione finanziaria;
- Ottenere agevolazioni fiscali nel caso di quotazione in Borsa Italiana S.p.A., con emissione di nuove azioni.<sup>20</sup>

Tuttavia, a fronte di molti benefici, l'azienda quotanda deve fare capo a una molteplicità di costi legati al processo di quotazione. Sono da considerare, infatti, sia i costi diretti che i costi indiretti. I primi fanno riferimento ai costi sostenuti nelle prime fasi di IPO. Tra essi si annoverano: i costi delle consulenze legali e strategiche fornite dagli *advisors*; delle pratiche amministrative e legali (per la modifica delle norme statutarie); dei bilanci certificati; della redazione della documentazione richiesta da Borsa Italiana S.p.A. e Consob; il compenso per lo *sponsor* ed i costi di marketing e per i *road show*. L'impresa potrebbe, inoltre, trovarsi nel caso in cui andrebbe sostenere un costo dovuto al fatto che ha ceduto azioni ad un valore inferiore a quello di mercato: è questo il caso dell'*underpricing*.

Oltre ai costi diretti, però, la quotanda deve fronteggiare anche costi indiretti di quotazione. Fanno parte di questa categoria i costi dovuti allo "status" di azienda quotata quali, ad esempio, i servizi di *investor relator*, ovvero di una nuova figura all'interno dell'azienda che ha il compito di informare il mercato dei risultati prodotti dall'azienda, o di *internal audit*, ovvero un'attività di consulenza per la verifica delle procedure dell'organizzazione. In ogni caso, tali costi secondo Borsa Italiana S.p.A. sono da considerarsi un investimento e solo unitamente ai benefici che porta la quotazione.

Nella Tabella 4 di seguito, vengono proposti e comparati i corrispettivi di prima quotazione in Borsa su MTA, AIM Italia e MIV.

---

<sup>19</sup> Concessione da parte dell'impresa verso i suoi collaboratori del diritto ad acquistare azioni della stessa società o di un'altra azienda facente parte dello stesso gruppo, ad un prezzo predeterminato detto strike price. E' uno strumento utilizzato per fidelizzare i dipendenti/manager (Borsa Italiana S.p.A., 2012).

<sup>20</sup> Come disciplinato dal DIT (*Dual Income Tax*), introdotto dalla riforma 1997, D. lgs. n. 466 e dalle agevolazioni della Legge di Bilancio 2017 (D'Andrea, 2016).

Tabella 4- Corrispettivi di prima quotazione

	<b>Corrispettivo ogni 500.000 Euro di capitalizzazione</b>	<b>Cap</b>	<b>Floor</b>
<b>Nuove società</b>	75 Euro	500.000 Euro	<ul style="list-style-type: none"> <li>• MTA                             <ul style="list-style-type: none"> <li>- Capitalizzazione &lt; 1 miliardo di Euro: 25.000 Euro</li> <li>- Capitalizzazione &gt; 1 miliardo di Euro: 75.000 Euro</li> </ul> </li> <li>• MIV: 25.000 Euro</li> <li>• AIM Italia-Mercato Alternativo del Capitale: 20.000 Euro</li> </ul>
<b>Società risultanti da operazioni di fusione che coinvolgono esclusivamente emittenti già quotati</b>	40 Euro	150.000 Euro	10.000 Euro
<b>Società già quotate presso Borse estere</b>	40 Euro	50.000 Euro	10.000 Euro
<b>Nuove categorie di azioni</b>	5.000 Euro per singola categoria		

Fonte: London Stock Exchange Group, 2017.





## **I MERCATI E I SERVIZI DI BORSA ITALIANA S.p.A. PER LO SVILUPPO E LA CRESCITA DELLE PMI**

### **2.1 Cenni storici: dalla nascita ai giorni nostri**

Borsa Italiana può vantare una storia di oltre due secoli. Essa fu infatti istituita a Milano, nel 1808, con la denominazione di Borsa di Milano con l'obiettivo di creare un mercato finanziario regolamentato. A tal ragione, nello stesso anno, fu istituito il primo regolamento per il suo funzionamento.

Tuttavia, molti agenti in quegli anni continuarono ad operare illegalmente e solo una legge<sup>1</sup> nel 1913 riuscì a superare questo ostacolo, definendo le prerogative degli agenti di cambio e le modalità operative. Dal 1913 al 1973 la struttura di Borsa rimase la stessa e solo a partire dal 1974 venne introdotto l'obbligo di pubblicità dei bilanci delle società quotate (in modo così da attirare investitori) e istituita la Consob, l'organismo di controllo della Borsa.

Negli anni '90 inoltre: vennero unificate le nove piazze<sup>2</sup> che affiancavano quella di Milano (1992), venne definitivamente abbandonato il sistema di contrattazione a chiamata e completato il passaggio su circuito telematico (1994) e si concluse il processo di privatizzazione<sup>3</sup> (1998), che portò il passaggio della Borsa di Milano da un soggetto pubblico quale il Consiglio di Borsa ad un soggetto privato in forma di società per azioni: Borsa Italiana S.p.A.

A partire dal 23 giugno 2007, a seguito della fusione avvenuta con la Borsa di Londra (London Stock Exchange), Borsa Italiana S.p.A. fa parte di London Stock Exchange Group, holding che controlla la totalità di Borsa Italiana e Borsa di Londra e che, nel marzo 2016, si è fusa con Deutsche Börse, un'altra società tedesca che gestisce lo scambio di azioni ed altri titoli (Merli, 2016).

---

<sup>1</sup> Legge 30 marzo n.272, che regola il funzionamento della Borsa e suddivide le competenze di vigilanza, controllo e gestione tra Ministeri competenti, Camere di commercio, Sindacati dei mediatori e Deputazioni di Borsa.

<sup>2</sup> Con sedi a: Bologna; Firenze; Genova; Napoli; Roma; Palermo; Trieste; Venezia.

<sup>3</sup> Come previsto dal d. lgs. 23 luglio 1996.

## 2.2 Mercato AIM Italia

AIM Italia è un mercato organizzato e gestito da Borsa Italiana S.p.A., dedicato alle PMI italiane ad alto potenziale di crescita che ha l'obiettivo di supportare la loro crescita ed espansione, favorendo l'accesso al credito (Lunghi, 2013).

Esso è stato pensato per le PMI più dinamiche e competitive e offre loro la possibilità di accedere in maniera efficiente ad un insieme di investitori focalizzati sulle small cap<sup>4</sup> e più nel dettaglio si propone di offrire nuove opportunità in termini di accesso ad un flusso qualificato di investimenti in capitale di rischio. In particolare, questo mercato è stato studiato per far fronte alle esigenze delle PMI in materia di accompagnamento alla quotazione in Borsa in maniera veloce e flessibile, rispettando le esigenze degli investitori nazionali ed internazionali (Peyerano, 2009)<sup>5</sup>.

La nascita di AIM Italia, avvenuta il 1 marzo 2012 in seguito all'accorpamento con il Mercato Alternativo del Capitale (MAC), si rifà all'esperienza positiva del mercato AIM del London Stock Exchange, con gli opportuni cambiamenti necessari per far fronte alle caratteristiche dell'imprenditorialità italiana. Esso è caratterizzato da una regolamentazione flessibile e da un processo di quotazione semplificato, ma allo stesso tempo adeguatamente consono in termini di trasparenza informativa a tutela degli investitori (Righini, 2016).

AIM Italia è disciplinato dal Regolamento Emittenti, approvato dal CdA di Borsa Italiana S.p.A. e contenente le procedure relative all'ammissione e le responsabilità per gli emittenti che intendono accedervi; nonché dal Regolamento Nomad, che contiene i criteri di ammissione, gli obblighi delle quotande e gli aspetti regolamentari relativi ai NOMAD<sup>6</sup> (*Nominated Advisers*). Tali NOMAD sono responsabili nei confronti di Borsa Italiana S.p.A. circa la verifica dell'appropriatezza dell'emittente per l'ammissione ad AIM Italia. Inoltre, le aziende che intendono quotarsi su tale mercato, hanno l'obbligo di nomina in via continuativa di un operatore specialista (*liquidity provider*) che ha il compito di garantire l'operatività e la liquidità degli strumenti finanziari. Infine, a differenza di altri mercati borsistici, l'AIM Italia non è regolamentato ai sensi della normativa MiFID<sup>7</sup>, quindi, non vi è l'obbligo di predisposi-

---

<sup>4</sup> Paniere di titoli azionari a bassa capitalizzazione, comprendente 121 titoli. Rappresenta il 4% della capitalizzazione di Borsa Italiana S.p.A.

<sup>5</sup> Cfr, LOVELLS LLP, 2009. *Il processo di quotazione sui mercati regolamentati di Borsa Italiana e su AIM Italia*.

<sup>6</sup> I NOMAD possono essere banche d'affari, intermediari o società operanti nel settore di corporate finance ed hanno il compito di valutare l'appropriatezza delle società ai fini dell'ammissione al mercato, supportarla nel mantenere un profilo adeguato di trasparenza informativa nei confronti degli investitori, stimolare l'attenzione da parte della società al rispetto delle regole derivanti dall'essere quotata su AIM Italia, massimizzandone i benefici. Questi soggetti devono essere ammessi da Borsa Italiana e risultare iscritti in un apposito registro.

<sup>7</sup> *Market in Financial Instruments Directive*, direttiva dell'Unione Europea n. 2004/39/CE.

zione di un prospetto informativo, salva eccezione del caso in cui vi sia effettuazione di un'offerta al pubblico (Righini, 2016).

### **2.2.1 Requisiti richiesti per l'ammissione su AIM Italia**

A differenza degli altri mercati regolamentati da Borsa Italiana S.p.A., per AIM Italia sono previsti esclusivamente alcuni requisiti minimi di ammissione. In primis, vi è necessità di una continua presenza del NOMAD, sia in fase di pre-ammissione che in quella di post-ammissione. Ciò è dovuto al fatto che è il mercato stesso, grazie alla figura del NOMAD, che definisce: la dimensione delle società ammesse; il flottante<sup>8</sup> necessario per garantire adeguata liquidità al titolo; i presidi in termini di governance per tutelare gli azionisti di minoranza.

Il NOMAD, inoltre, avrà il compito di valutare l'apprezzamento potenziale delle società da parte degli investitori in base al contesto di mercato e alle prospettive di crescita, consigliando le società riguardo la convenienza circa una quotazione o meno.

Nel Regolamento Emittenti sono previsti ulteriori requisiti di ammissione. Per quanto riguarda la capitalizzazione, non sono indicate dimensioni particolari che devono avere le società che intendono quotarsi. Inoltre, non sono previsti requisiti specifici in termini di corporate governance né tantomeno requisiti economico-finanziari specifici.

Ai fini dell'ammissione, la quotanda è tenuta a presentare domanda a Borsa Italiana S.p.A., redatta secondo il modello previsto dal Regolamento Emittenti, con un anticipo di almeno 10 giorni di mercato aperto. Tale domanda dovrà contenere l'informativa specificata nel regolamento, riguardante le informazioni utili per gli investitori in riferimento alle attività della società, al management, agli azionisti, nonché dovrà essere accompagnata da informazioni relative alle caratteristiche degli strumenti finanziari. Successivamente, entro 3 giorni di mercato aperto, la quotanda dovrà presentare a Borsa Italiana S.p.A. i seguenti ulteriori documenti: (i) documento di ammissione; (ii) evidenza del pagamento dei corrispettivi per l'ammissione ad AIM Italia<sup>9</sup>; (iii) dichiarazione del NOMAD. A conclusione della procedura di ammissione, Borsa Italiana S.p.A. stabilisce la data di decorrenza dell'ammissione al mercato e ne dà comunicazione tramite un apposito avviso.<sup>10</sup>

Di seguito (Figura 1) è proposto l'iter necessario per la quotazione su AIM Italia.

---

<sup>8</sup> Si veda Nota 12 (§ 2.3.1)

<sup>9</sup> I costi complessivi di quotazione sono stimati in circa il 10% del capitale raccolto (Peyerano, 2009)

<sup>10</sup> Informazioni disponibili sul sito ufficiale di Borsa Italiana S.p.A., [www.borsaitaliana.it](http://www.borsaitaliana.it).

*Figura 1 - Iter quotazione su AIM Italia*



Fonte: London Stock Exchange Group.

## 2.2.2 Vantaggi della quotazione su AIM Italia

I benefici derivanti dalla quotazione su AIM Italia fanno capo in particolar modo a quattro macroaree di riferimento<sup>11</sup>:

1. Finanziamenti per le aziende; attraverso la possibilità di ricevere fondi (dal mercato finanziario degli investitori) che non sono oramai più concessi dalle banche;
2. Prestigio internazionale; dovuto alla presenza di rilevanti e specializzati investitori internazionali;
3. Flessibilità di regolamentazione; per consentire alle PMI l'accesso al mercato dei capitali in maniera rapida e a costi contenuti;
4. Orizzonte globale; che si traduce nell'accesso ad un mercato globale. Ciò è stato reso possibile grazie alla visibilità internazionale conquistata nel passato dall'AIM inglese.

Il mercato AIM Italia conta attualmente 88 società quotate (dato aggiornato ad ottobre 2017) per una capitalizzazione complessiva pari a quasi 5 miliardi di euro. Le performance relative all'indice FTSE AIM Italia sono ad oggi positive: nel solo 2017 l'indice è infatti cresciuto del 23,5%.

Tuttavia, la performance nel medio periodo non è propriamente positiva; infatti, a 5 anni dalla sua nascita si registra una prestazione negativa dell'11,1% circa. Il grafico di seguito (Figura 2) mostra l'andamento del titolo dalla sua nascita ai giorni nostri:

*Figura 2 - Andamento storico AIM Italia*



*Fonte: Teleborsa.*

---

<sup>11</sup> Informazioni reperibili sul sito ufficiale di AIM Italia, <http://www.aim-italia.it>.

## 2.3 Segmento STAR

STAR è l'acronimo di Segmento Titoli ad Alto Rendimento ed indica il segmento del Mercato Telematico Azionario di Borsa Italiana S.p.A. creato nel 2001 e dedicato alle piccole e media imprese (con capitalizzazione compresa tra i 40 milioni ed il miliardo di euro) con l'obiettivo di valorizzarle e dimostrarne la qualità. Difatti, dopo il processo di quotazione, le aziende possono richiedere l'ammissione a tale segmento, secondo le modalità indicate nel Regolamento dei Mercati e relative Istruzioni, a patto che rispettino requisiti ben più stringenti rispetto a quelli relativi alla semplice quotazione. Essi fanno riferimento sia ai requisiti sostanziali, necessari per attrarre l'interesse degli investitori istituzionali, sia soprattutto ai requisiti formali, per cui il segmento STAR richiede maggiore impegno rispetto a tutte le altre branche di Borsa Italiana S.p.A.

E' tuttavia di fondamentale importanza considerare congiuntamente requisiti formali e sostanziali, dal momento che la sola rispondenza ai requisiti formali rappresenta condizione necessaria ma non sufficiente per garantire l'apprezzamento da parte del mercato.

Tali requisiti verranno in questo capitolo elencati, analizzati e confrontati con quelli relativi all'ammissione a quotazione su MTA<sup>12</sup>.

Attualmente l'indice FTSE Italia STAR<sup>13</sup> accoglie 73 aziende (dati aggiornati a novembre 2017), operanti in una molteplice varietà di settori, che per vedere la loro ammissione hanno dovuto soddisfare suddetti requisiti.

Borsa Italiana S.p.A. sostiene in maniera continua la visibilità delle aziende appartenenti al segmento STAR organizzando periodiche conferenze, dette *STAR Conferences*, che hanno l'obiettivo di presentare le aziende quotate alla comunità degli investitori istituzionali internazionali nelle piazze di Milano e Londra. L'obiettivo è quello di creare per le PMI con grande potenziale di crescita l'ambiente migliore per assicurare la visibilità necessaria a reperire capitali e valorizzare il proprio titolo, offrendo agli investitori e agli intermediari stessi ottime occasioni di investimento (Golino, 2014).

### 2.3.1 Requisiti richiesti per l'ammissione su STAR

L'articolo 2 del Regolamento dei Mercati e relative Istruzioni di Borsa Italiana S.p.A. disciplina i requisiti necessari alle aziende, quotate o quotande che siano, per ottenere la qualifica di STAR (Borsa Italiana S.p.A., 2017). Oltre a quelli precedentemente analizzati (nel §1.2.1)

---

<sup>12</sup> Dati disponibili sul sito ufficiale di Borsa Italiana S.p.A., [www.borsaitaliana.it](http://www.borsaitaliana.it).

<sup>13</sup> Denominazione ottenuta dalla fusione tra Borsa Italiana e London Stock Exchange.

e relativi alla semplice quotazione in borsa, ulteriori requisiti sono: requisiti di liquidità; requisiti di trasparenza e comunicazione tempestiva; requisiti di corporate governance. Essi sono ben più rigorosi e stringenti rispetto a quelli richiesti per una normale ammissione. Tuttavia, la scelta delle aziende di quotarsi su STAR è legata a benefici concreti derivanti da una maggiore presenza di investitori istituzionali nel capitale e una maggiore liquidità nel titolo.

Il primo requisito caratterizzante le aziende che intendono richiedere l'ammissione al segmento STAR è relativo alla liquidità: è infatti necessario che tali aziende abbiano una capitalizzazione<sup>14</sup> compresa tra i 40 milioni ed il miliardo di euro; che la percentuale di flottante<sup>15</sup> sia pari almeno al 35% del capitale sociale per le nuove quotazioni e pari almeno al 20% per le società già quotate; che sia obbligatoria, e non più raccomandata, come previsto dal Codice di Autodisciplina, la figura all'interno dell'azienda di uno *specialist* che subentri, secondo l'art. 2.3.5 del Regolamento di Borsa, al termine di un anno di quotazione, allo *sponsor*.

Il secondo requisito richiesto alle aziende è la richiesta di un'alta trasparenza societaria ed un'elevata vocazione comunicativa, che si traduce nel rispetto di obblighi specifici quali: la relazione di pubblicazioni semestrali entro 45 giorni dal termine di ciascun trimestre; la divulgazione di tutte le informazioni societarie disponibili sul sito web, che deve essere redatto sia in lingua italiana che in lingua inglese; la pubblicazione del bilancio entro 90 giorni dalla chiusura dell'esercizio (in esonero dalla IV trimestrale). Infine, la figura di *Investor relator*, destinato a curare le relazioni con gli investitori, è qui obbligatoria.

Infine, il terzo requisito riguarda la corporate governance, ossia l'insieme delle regole che determinano la gestione aziendale, le quali devono risultare in linea con gli standard internazionali. In particolare, le quotande su STAR devono aderire al Codice di Autodisciplina e rispettarne le norme su esso previste. Inoltre, risulta obbligatoria: la nomina di amministratori non esecutivi e indipendenti e la loro presenza nel Consiglio di Amministrazione; la presenza di un comitato interno dedicato al controllo interno e di un sistema di remunerazione incentivanti per amministrazione e top management. Le aziende dovranno poi impegnarsi a mantenere tali requisiti, pena l'esclusione dal segmento STAR.

La Tabella 5 proposta di seguito descrive le principali differenze di quotazione su AIM Italia, analizzato in precedenza, e su segmento STAR.

---

<sup>14</sup> Valore, al prezzo di mercato, di tutte le azioni che l'azienda ha emesso.

<sup>15</sup> Il flottante rappresenta la parte effettiva di capitale presente sul mercato azionario. Il valore del flottante è parte della capitalizzazione. Se il flottante si trovasse a coincidere con la capitalizzazione, tutte le azioni emesse dall'azienda a quel punto sarebbero in mano al mercato, e quindi oggetto di contrattazione e non più detenute dal soggetto dominante.

I programmi di Borsa Italiana S.p.A. per le PMI italiane di successo  
*Tabella 5 – Differenze dei requisiti di quotazione tra AIM e STAR*

REQUISITI	AIM ITALIA	STAR
<b>Flottante</b>	10%	35%
<b>Bilanci certificati</b>	1 (se esistente)	3
<b>Market cap (€)</b>	Nessun requisito formale	Min €40 mln – Max €1mld
<b>CDA (n° indipendenti)</b>	Nessun requisito formale	Obbligatorio (disciplinato dall'art. 2.2.3 del Regolamento dei Mercati e relative Istruzioni)
<b>Comitato controllo e rischi</b>	Nessun requisito formale	Obbligatorio
<b>Incentivi top management</b>	Nessun requisito formale	Obbligatori, con incentivi legati a performances
<b>Pubblicazione dati trimestrali</b>	No (devono tuttavia presentare le semestrali)	Obbligatorie
<b>Investor relator</b>	Facoltativo	Obbligatorio
<b>Sito web</b>	Obbligatorio	Obbligatorio
<b>Informazioni contabili (italiano / inglese)</b>	No	Obbligatorie
<b>Specialist</b>	Obbligatorio ( <i>liquidity provider</i> )	Obbligatorio ( <i>liquidity provider</i> / 2 ricerche / incontri con investitori)

Fonte: ERNST & YOUNG GLOBAL LIMITED.

### 2.3.2 Benefici della quotazione su STAR

La cerchia di aziende che compone il segmento STAR è abbastanza ridotta, in particolare se si compara con il numero di aziende quotate sugli altri mercati di Borsa Italiana S.p.A. Tuttavia, sono numerosi i benefici per le aziende che vi fanno parte e per gli investitori; basti pensare, infatti, che nel solo 2017 l'indice FTSE Italia STAR ha registrato una variazione positiva del 48.71%, per una capitalizzazione complessiva che supera i 37,4 miliardi di euro e che dal 2001, anno di nascita del segmento, la performance è stata del +220%, ma è in particolare dal marzo del 2013 che l'indice ha subito il balzo maggiore, pari al 190%<sup>16</sup>.

Il grafico di seguito (Figura 3) mostra l'andamento del titolo nel corso del tempo:

<sup>16</sup> Dati disponibili sul sito di Borsa Italiana S.p.A., [www.borsaitaliana.it](http://www.borsaitaliana.it). Comunicato stampa del 21 marzo 2017.



*Figura 2 - Andamento storico STAR*



*Fonte: Teleborsa.*

I motivi legati a queste performance, secondo gli esperti sono da attribuire sia alle caratteristiche delle aziende che compongono l'indice, alcune delle quali leader nel loro settore, sia al fatto che tali aziende beneficiano dei Piani Individuali di Risparmio<sup>17</sup> (PIR), grazie ai quali i piccoli investitori possono godere di particolari benefici fiscali (Fagnani, 2017). È altresì chiaro che la sola appartenenza all'indice non implica necessariamente l'ottenimento di una performance positiva. Vi sono, infatti, aziende che sono riuscite a più che raddoppiare il loro valore di quotazione a fronte di altre che, nello stesso periodo di riferimento, hanno perso valore. In ogni caso, non tutte le aziende sono riuscite a mantenere i buoni risultati ottenuti nel corso tempo.

Inoltre, pare che le aziende STAR traggano beneficio dalla maggiore trasparenza informativa richiesta all'atto della domanda di entrata (si veda il § 2.2.1). In particolare, secondo l'AIAF l'obbligo di soddisfare i requisiti e disporre dei servizi, necessari per l'appartenenza a tale servizio, produce tre effetti positivi nelle tre dimensioni del capitale intellettuale: relazionale, umano e strutturale (Coluccia, 2017):

<sup>17</sup> I PIR sono una forma di investimento di medio termine destinati ai piccoli investitori per veicolare i loro risparmi verso le PMI italiane. Essi sono proposti e gestiti dalla società di gestione del risparmio (SCG), richiedono un investimento per almeno 5 anni e non possono superare i 30 mila euro. I PIR possono essere destinati per diversi strumenti finanziari come: azioni, obbligazioni, quote di fondi di investimento e conti correnti bancari, con un unico vincolo di diversificazione che prevede che il 70% di essi debba essere destinato a strumenti finanziari emessi da imprese italiane, il 30% può essere destinato ad altri strumenti finanziari. Infine, il 30% del primo 70%, deve essere destinato a strumenti finanziari emessi da imprese diverse da quelle appartenenti all'indice FTSE Mib.

1. Per quanto concerne il capitale relazionale, aumentano le possibilità di accesso al credito ed i rapporti con gli analisti finanziari e con i media in termini di qualità e frequenza delle comunicazioni. Inoltre, aumenta la reputazione nei confronti di clienti e fornitori;
2. Nella dimensione del capitale umano, aumenta la capacità di attrarre personale qualificato nonché la soddisfazione e la motivazione di manager e collaboratori e la percezione di sé verso l'esterno;
3. Infine, per quel che riguarda la dimensione del capitale strutturale, si può assistere ad una maggiore efficienza operativa dell'area amministrativo-finanziaria, dove vengono migliorate le performance a livello di precisione e tempestività dei report annuali e semestrali; inoltre, si verifica un miglioramento della struttura organizzativa, della capacità di elaborazione della strategia ed del controllo di gestione, che porteranno ad un aumento della capacità di effettuare valutazioni valide per il futuro.

## **2.4 Programma ELITE**

ELITE di Borsa Italiana S.p.A. è una piattaforma internazionale che offre servizi con l'obiettivo di supportare le PMI eccellenti in tutte le fasi del loro ciclo di vita, affiancandole in un percorso di crescita volto a far esprimere il loro massimo potenziale. Questa community è nata nel 2012 e a cinque anni dalla sua nascita conta oltre 600 aziende, italiane e non, operanti in vari settori e con un fatturato aggregato che supera i 49 miliardi di euro<sup>18</sup>; e i numeri, secondo le stime, sono destinati a crescere ulteriormente. In particolare, ELITE offre alle aziende che hanno deciso di intraprendere questo percorso: l'accesso ad un network internazionale, fonti di finanziamento diversificate e un percorso di training dedicato con i migliori specialisti presenti sul mercato.

Il programma si pone come scopo lo stimolo ed il supporto alle aziende verso i cambiamenti culturali, manageriali e organizzativi necessari per crescere nel medio periodo, oltre che un accrescimento di visibilità nei confronti della comunità finanziaria ed imprenditoriale sia nazionale che internazionale, che porta ad un avvicinamento graduale al mercato dei capitali ed un miglioramento dei rapporti con le banche e nei processi di internazionalizzazione. Dunque, il programma ELITE è stato pensato per accompagnare le PMI nelle continue sfide di un mondo globalizzato ed in costante cambiamento ed è per questo che per il suo sviluppo Borsa Italiana S.p.A. si è avvalsa della collaborazione delle più importanti istituzioni e organizzazioni italiane<sup>19</sup>.

Inoltre, è importante sottolineare il fatto che ELITE non è destinato esclusivamente alle aziende quotate, ma anzi è nato come strumento per supportare le PMI italiane non quotate nella loro crescita, internazionalizzazione e avvicinamento al mercato dei capitali. La quotazione in un mercato borsistico, infatti, è solo una delle tante opportunità che si presentano alle PMI alla fine del percorso. Tra le altre vi sono, ad esempio, il *private equity*, l'emissione di strumenti di debito come i *mini-bond* oppure operazioni di fusione e/o acquisizione (M&A).

In ogni caso, all'azienda che dovesse decidere di aderire al programma è lasciata al termine totale autonomia circa la valutazione del da farsi dal momento che il programma è stato studiato per aiutare le PMI a raggiungere i livelli di efficienza, managerialità e trasparenza che caratterizzano le società quotate e come vetrina per ottenere visibilità all'interno della comunità finanziaria (Vascellaro, 2014).

---

<sup>18</sup> Dati disponibili sul sito ufficiale del programma ELITE, <https://it.elite-growth.com>.

<sup>19</sup> Ne fanno infatti parte: Associazione Bancaria Italiana; Bocconi; Confindustria; Fondo Strategico d'Investimento; Fondo Strategico Italiano; Ministero dell'Economia e delle Finanze; London Stock Exchange Group; SACE; SIMEST.

Tuttavia, a fronte della serie di benefici appena elencati, ci sono da considerare i costi per entrare a far parte della community ELITE. Oltre al corrispettivo annuo, pari a 12000€, destinato a Borsa Italiana S.p.A., bisogna considerare che i benefici derivanti dalla partecipazione al programma, sono destinati in maniera esclusiva agli aderenti e ciò potrebbe far insorgere difficoltà relazionali, ad esempio, con altri investitori esterni al sistema.

### 2.4.1 Struttura del programma

Attraverso un programma articolato in tre fasi distinte, ELITE si rivolge alle aziende migliori e più ambiziose, aiutandole a tracciare la rotta verso il successo. Si possono distinguere, in particolare, le seguenti fasi (LSEG, 2013):

- Fase 1: *get ready*. Fase di preparazione dell'azienda tramite un percorso di *training* necessario per l'allineamento agli obiettivi di sviluppo e cambiamento preposti e la valutazione di eventuali fonti di finanziamento;
- Fase 2: *get fit*. Fase di *coaching* in cui l'azienda è guidata nell'implementazione degli strumenti necessari a sviluppare al meglio il proprio progetto di crescita;
- Fase 3: *get value*. Fase di accesso a nuove fonti di finanziamento da parte dell'azienda e nuove opportunità di business; necessari per la crescita futura.

Di seguito, verranno analizzate nello specifico le singole fasi, per comprendere in maniera più dettagliata quali sono le modalità con cui le aziende si interfacciano con ELITE<sup>20</sup>.

La prima fase del programma è dedicata alla formazione e consiste in una preparazione che, tramite un percorso innovativo che coinvolge imprenditori e management di altre società di successo, stimola il cambiamento culturale e organizzativo necessario per creare valore nel medio/lungo periodo. Questa fase comprende la formulazione di strategie di crescita ed internazionalizzazione e di sistemi manageriali evoluti, quali la pianificazione strategica ed il controllo di gestione, oltre che il processo di comunicazione finanziaria necessario per facilitare l'accesso ai capitali internazionali destinati alla crescita e allo sviluppo. Essa ha durata massima di un anno, durante il quale vengono scelte otto giornate organizzate in 4 moduli ( (I) percorsi di crescita internazionale; (II) cultura aziendale e di governance a servizio della crescita; (III) l'impatto della crescita sul ruolo di responsabile amministrativo e sui sistemi di pianificazione e controllo; (IV) reperimento delle risorse finanziarie e *corporate communication*). Questi sono organizzati da *Academy* di Borsa Italiana S.p.A. in cooperazione con l'Università Bocconi, una delle organizzazioni che collaborano nella realizzazione del programma ELITE, e sono necessarie per fornire alle aziende i primi strumenti operativi necessa-

ri per il sostegno e la crescita. Trattandosi dunque delle fondamenta su cui si baserà tutto il sistema, la corretta riuscita di questi moduli è di fondamentale importanza.

Nella seconda fase l'azienda mette in pratica i suggerimenti e le linee guida acquisiti durante la fase precedente. Qui, in primis viene somministrato alle aziende un test di autovalutazione che servirà per verificare lo stato in cui si trovano le aziende e per l'identificazione delle eventuali aree di miglioramento, delineando così il percorso per: raggiungere gli obiettivi prefissati; sviluppare un business plan volto alla crescita e all'internazionalizzazione; continuare il processo di creazione di valore. Durante questa fase, tutte le imprese sono supportate nell'implementazione dei cambiamenti necessari per la costruzione di leadership dall'ELITE Team, un team di tutor specializzati e professionisti costruito secondo le specifiche esigenze di crescita e sviluppo delle aziende. Il team si occuperà del supporto nella definizione della strategia e del *business plan*, nel confronto sui sistemi di controllo di gestione e corporate governance e sulla preparazione alla comunicazione finanziaria tramite strumenti di trasparenza informativa. Anche per questa fase, come per la precedente, la durata massima prevista è di un anno, al termine del quale per le aziende che avranno aderito correttamente alle disposizioni previste dalle prime due fasi sarà rilasciato il certificato ELITE, che attesta che la struttura organizzativa e manageriale di tali imprese risulterà simile alle società quotate (Colombo, 2014).

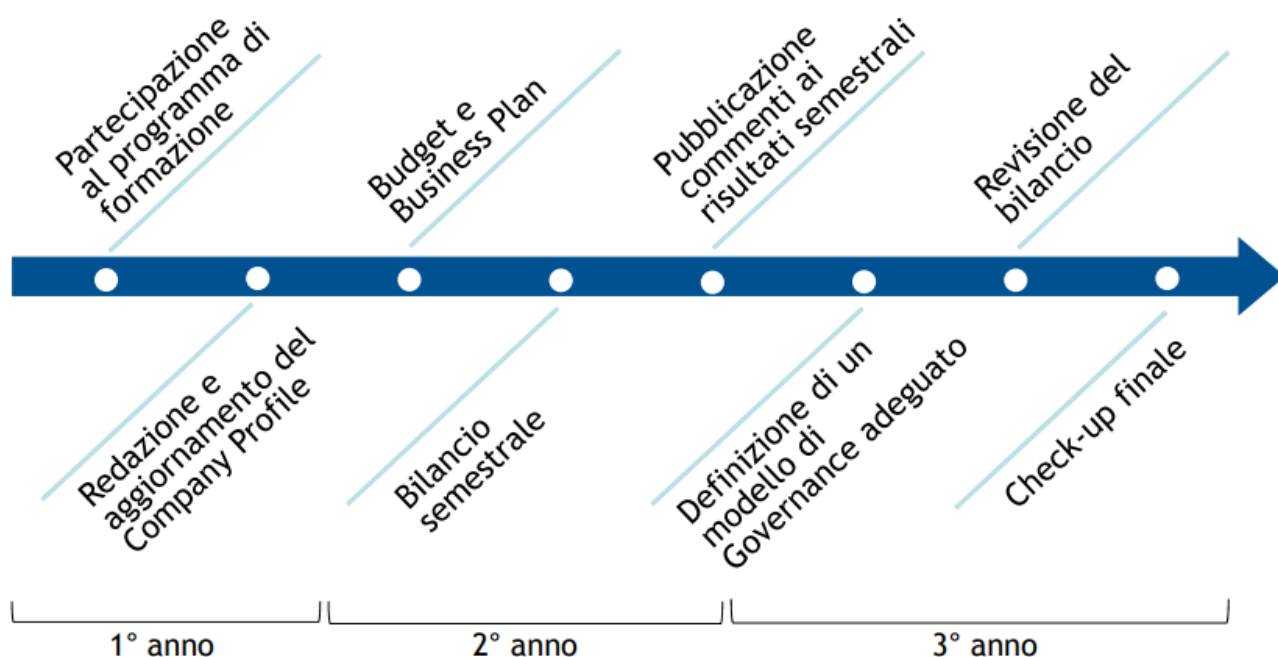
La terza e ultima fase, infine, prevede l'accesso ai benefici e le opportunità che caratterizzano il programma. Le aziende saranno così sostenute in quanto a visibilità nei confronti dei target strategici, tramite programmi di marketing e comunicazione (in particolar modo per quanto riguarda la loro presenza sulle principali testate giornalistiche al momento dell'ingresso e via web tramite comunicazione dei propri risultati); saranno supportate verso le opportunità di business da cogliere e avranno accesso diretto a risorse finanziarie tramite l'ingresso in una community finanziaria estesa composta da: *private equity*, società quotate in borsa, investitori istituzionali e altre forme di finanziamento.

La Figura 3 (Jerusalmi, 2012), in basso, mostra il percorso di sviluppo delle società che accettano di affrontare il percorso ELITE e di conseguenza le sfide che esso pone.

---

<sup>20</sup> Dati disponibili sul sito ufficiale del programma ELITE, <https://it.elite-growth.com>.

Figura 3 - Il percorso di sviluppo delle società ELITE



Fonte: London Stock Exchange Group.

## 2.4.2 Requisiti richiesti

Come si è già iniziato a vedere, a nessuna azienda è preclusa la possibilità di entrare a far parte della community ELITE. Le oltre seicento imprese che attualmente partecipano al programma sono, infatti, estremamente eterogenee. Esse sono sia nazionali che internazionali ed operano in 34 diversi settori, che spaziano dalla produzione di beni di consumo ai servizi al consumatore, dall'industria chimica alla finanza e così via. E di tali aziende, ben oltre il 50% presenta un fatturato inferiore ai 50 milioni di euro; tale indicatore è fortemente significativo, dal momento che mostra come il programma si focalizzi anche e soprattutto nei confronti delle aziende più ambiziose, che hanno voglia di crescere tramite una strategia di medio/lungo periodo (Pagano et al., 2017).

Tuttavia, non tutte le aziende possono aderire ad ELITE. L'ingresso è infatti subordinato al soddisfacimento ed al mantenimento nel corso del tempo di specifici requisiti economici, necessari per le aziende che richiedono la certificazione.

Al fine di sottoporre la domanda ad ELITE le aziende devono candidarsi, tramite il sito di Borsa Italiana S.p.A. oppure via mail presentando l'apposita documentazione<sup>21</sup> ed essere in possesso di:

- fatturato maggiore o uguale a 10 milioni di euro, che può essere però inferiore esclusivamente in presenza di alti tassi di crescita;
- risultato operativo maggiore del 5% del fatturato;
- utile netto maggiore di zero; quindi l'ultimo bilancio deve essere stato chiuso in attivo.

Oltre alla presenza di tali requisiti economici l'azienda deve comunque possedere altri requisiti, di tipo sostanziale, che si traducono principalmente in un progetto di crescita sostenibile nel futuro. Inoltre, una volta che l'azienda entra in possesso di tali requisiti economici e sostanziali, ricevendo dunque la certificazione ELITE, è necessario il mantenimento degli stessi, che si traduce nelle azioni di: partecipazione attiva al programma di formazione; aggiornamento periodico del *company profile*; redazione delle relazioni semestrali; pubblicazione dei risultati semestrali e annuali; redazione del budget annuale e del piano industriale; implementazione eventuale del sistema di controllo di gestione e di un modello di governance in relazione alla dimensione, alla struttura e alla complessità aziendale; revisione contabile del bilancio (LSEG, 2013).

In ogni caso, Borsa Italiana S.p.A. possiede il diritto di scelta riguardo l'entrata e/o la permanenza in ELITE, anche per quanto riguarda le aziende che non dovessero soddisfare tali requisiti, tenendo però conto dell'andamento macroeconomico e delle caratteristiche del settore in cui operano queste aziende, nonché di eventuali e specifiche circostanze aziendali di carattere straordinario. Più in particolare, se vi dovesse essere il caso specifico in cui vi siano società partecipate da un *private equity* che abbiano avuto un investimento in capitale di sviluppo negli ultimi 18 mesi, a Borsa Italiana S.p.A. è consentita la facoltà di decisione circa l'accesso al servizio ELITE, anche in mancanza dei requisiti sopra elencati.

---

<sup>21</sup> Al fine di presentare correttamente la domanda, le aziende devono presentare la seguente documentazione: sintetica descrizione delle attività della società e delle attività da essa svolte; progetto di crescita con in allegato gli obiettivi economico-finanziari e indicazione delle risorse necessarie; prospetto comprendente le azioni da intraprendere, l'impatto economico-organizzativo, della tempistica di realizzazione; ultimo bilancio depositato presso la Camera di Commercio. La candidatura sarà poi sottoposta ad un comitato di valutazione, indipendente da Borsa Italiana S.p.A., che poi valuterà in data successiva l'ammissibilità ad ELITE (Borsa Italiana S.p.A., 2013).





### 3. CAPITOLO TERZO

## **ANALISI DEL COMPARTO STAR**

### **3.1 Premessa**

Come abbiamo già visto, il Segmento Titoli ad Alto Rendimento (STAR) di Borsa Italiana S.p.A. ospita 73 tra le aziende più eccellenti del panorama nazionale ed internazionale, le quali a seguito del soddisfacimento di stringenti requisiti (descritti e analizzati nel § 2.3.1) hanno visto loro ammesse a tale segmento.

Tuttavia, la singola appartenenza al segmento non è garanzia di successo nel medio-lungo periodo. Si è già visto, infatti, che l'indice nel suo complesso ha una performance più che positiva per quanto concerne il lustro 2012-2017; ma non tutte le aziende presenti su STAR hanno risultati positivi.

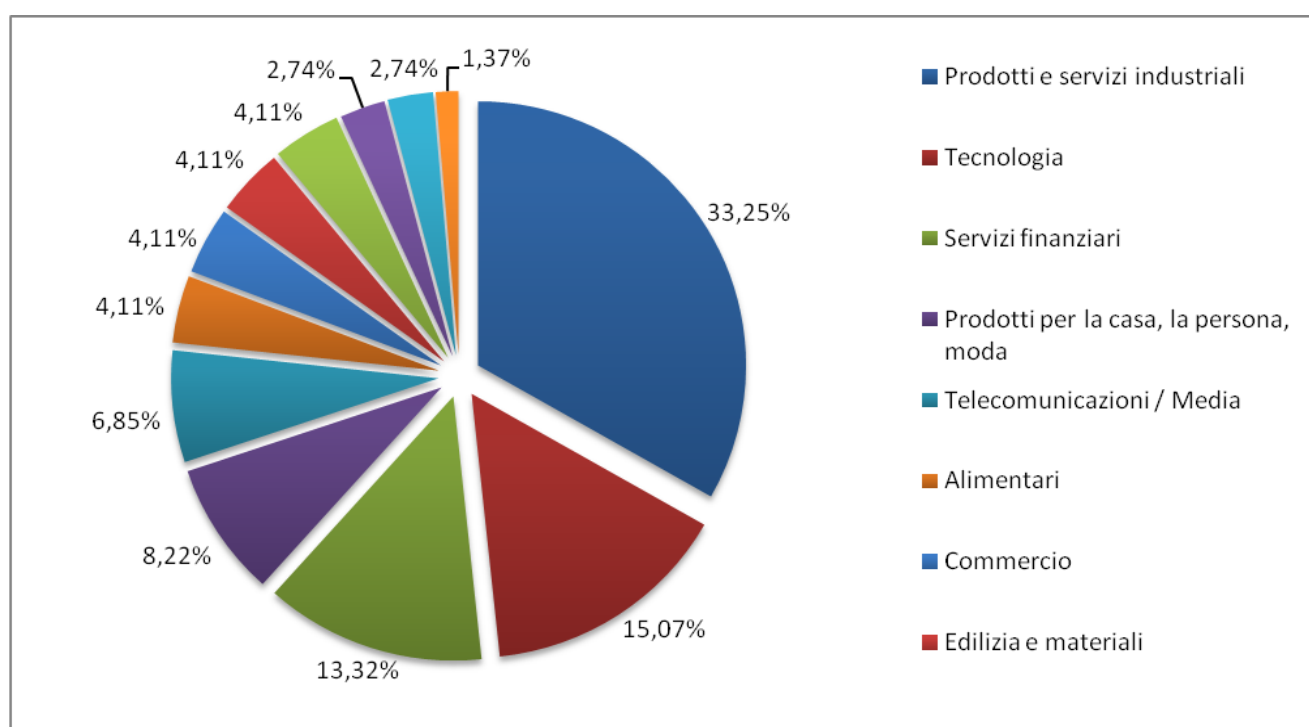
In particolare, in questo capitolo si andranno ad analizzare i risultati ottenuti nell'ultimo anno dalle aziende al fine di verificare se l'appartenenza a tale segmento generi effettivamente una performance positiva e se esistano le condizioni affinché questa sia duratura, considerando le restrizioni in termini di trasparenza informativa e corporate governance a cui sono legati le quotate. L'analisi è resa possibile dalla grande mole di dati aggiornati in maniera continuativa e disponibili grazie alla maggiore trasparenza informativa che caratterizza queste imprese dal resto del mercato.

## 3.2

### 3.3 Analisi delle aziende STAR

Una delle peculiarità del segmento STAR è relativo all'eterogeneità delle aziende che ad esso fanno parte, infatti, è possibile anzitutto distinguere vari settori di appartenenza delle aderenti; di seguito è proposta la Figura 4, che mostra la suddivisione settoriale delle aziende STAR, permettendo di comprendere graficamente il peso di ogni settore sul totale:

*Figura 4 - divisione settoriale STAR*



*Fonte: elaborazione dati Borsa Italiana.*

Viene inoltre proposta la Tabella 6, in cui vengono elencate suddette società con il relativo settore a cui appartengono (dati aggiornati ad ottobre 2017, Borsa Italiana S.p.A.).

Tabella 6 – Elenco società STAR per settore d'appartenenza

SETTORE D'APPARTENENZA	ELENCO AZIENDE STAR
Prodotti e servizi industriali	Aeroporto Guglielmo Marconi di Bologna; Ansaldo Sts; Avio; Biesse; Cembre; D'Amico; Datalogic; El.En.; Fidia; Gefran; Gima tt; Ima; Interpump group; Erce; Nice; Openjobmentis; Poligrafia San Faustino; Prima Industrie; Reno De Medici; Sabaf; Saes Getters; Saes Getters rsp; Servizi Italia; Tesmec; Zignaro vetro.
Tecnologia	Ce; Cad it; Dada; Ei Towers; Esprinet; Eurotech; Exprivia; It Way; Reply; Sesa; Txt.
Servizi finanziari	Banca Finnat; Banca Ifis; Banca Sistema; BB Biotech; Dea capital; Mutuonline; Tamburi investments partners; Tecnoinvestimenti; Vittoria assicurazioni.
Prodotti per la casa, per la persona, moda	Aeffe; B&C Speakers; Digital Bros; Elica; Emak; FILA.
Telecomunicazioni / Media	Alcotel group; Cairo communication; Mondadori editore; Mondo TV; Reteilit.
Alimentari	Centrale del Latte d'Italia; La Doria; Massimo Zanetti Beverage.
Commercio	Eprice; Marr; Unieuro.
Edilizia e materiali	Astaldi; Cementir holding; Panariagroup industrie ceramiche.
Servizi Pubblici	Ascopiave; Falk Renewables; Ternienergia.

Automobili e componentistica	Landi Renzo; Sogefi.
Chimica	Isagro; Isagro Azioni Sviluppo.
Beni immobili	Igd – Siiq.
Salute	Amplifon.

*Fonte: elaborazione dati Borsa Italiana*

È possibile anzitutto notare come le aziende appartenenti al settore dei prodotti e servizi industriali rappresentino oltre un terzo dell'intero segmento. Inoltre, ben sette tra le prime dieci aziende più performanti dell'intero indice Ftse Italia STAR appartengono a tale segmento, con Gefran S.p.A. (tra i leader mondiali nell'automazione industriale) e Landi Renzo (leader nella produzione di impianti GPL e Metano) che dall'inizio dell'anno hanno avuto una variazione positiva di più del 300% rispetto all'anno precedente (Fognani, 2017). Ciò è dunque indicatore che il segmento dei prodotti e servizi industriali è quello che maggiormente si presta alla crescita all'interno di STAR. Tuttavia, anche gli altri comparti non sono da meno; si fa riferimento in particolar modo a: TXT, specialista internazionale di software per grandi aziende, che nel 2017 è in positivo di oltre il 63%; oppure di Emak, produttrice di macchine per la cura del verde, in positivo di circa l'86% (Taccuso, 2017).

In generale, le performance relative all'anno corrente della maggior parte delle aziende facenti parte il comparto STAR sono positive, con le uniche eccezioni di Eprice, le cui performance risultano essere in negativo per circa il 10,7%; It Way in negativo per l'11,79% ed Esprinet che con il suo -33.02% risulta essere al momento il player peggiore dell'indice nel 2017 (dati aggiornati a novembre 2017, Borsa Italiana S.p.A.). È particolarmente significativo anche il fatto che nessuno di questi indici con performance al ribasso, appartenga al segmento dei prodotti e servizi industriali, sintomo che tali aziende godono in maniera particolare dei benefici che offre l'appartenenza a STAR.

Inoltre, da una ricerca condotta da Franzosi e Pellizzoni<sup>1</sup> (2005) sugli effetti della quotazione è emerso che vi è esistenza di una relazione positiva tra quotazione e crescita aziendale, in quanto le aziende che si quotano sono caratterizzate da elevati tassi di sviluppo, che si mantengono nel tempo dopo la quotazione. In particolare, la ricerca si è concentrata sul confronto degli andamenti economico-finanziari di aziende quotate e non quotate appartenenti al

medesimo settore e simili per dimensione, arrivando alla conclusione che, in generale, vi è una maggiore tendenza all'indebitamento e un orientamento all'indebitamento nel breve termine per le aziende non quotate.

Un altro studio, condotto da Antoldi, De Vecchi e Cifalinò (2002) ha posto attenzione circa i problemi di governance che potrebbe generare la quotazione. Gli studiosi hanno così osservato che la quotazione ha portato effetti rilevanti per quanto riguarda la comunicazione verso l'esterno, la pianificazione strategica ed i sistemi di programmazione e controllo di gestione. Nello specifico per quanto concerne la quotazione, si è arrivati alla conclusione che i cambiamenti che essa porta sono accompagnati da un carattere "evolutivo" e che molti dei quali sarebbero probabilmente accaduti anche se l'azienda fosse rimasta privata, si presume però in maniera molto più lenta e graduale. Inoltre, anche le capacità dell'azienda di intrattenere rapporti con l'esterno sono migliorati in seguito al processo di quotazione. Ne consegue, quindi, che le modifiche nei sistemi organizzativi e di governance sono state solamente accelerate dal processo di quotazione; in particolare, tali cambiamenti sono quelli considerati più radicali e vere e proprie innovazioni che hanno portato creazione di valore, rappresentando un elemento importante cui le aziende possono beneficiare nel medio-lungo termine.

Tali studi possono altresì fare riferimento ed essere applicati ad aziende STAR soprattutto per quanto riguarda le modifiche in ambito di governance che, come si è già visto, sono qui ben più stringenti. L'adesione a STAR, dunque, pur richiedendo un maggiore impegno da parte delle società, è da considerarsi un punto di partenza per l'internazionalizzazione e la crescita in generale, mediante gli strumenti messi a disposizione da Borsa Italiana S.p.A.

---

<sup>1</sup> Cfr, ROMANO, G., 2012. *Strategie aziendali e quotazione in borsa*. Milano: Giuffrè editore, pag 72-76









#### 4. CONCLUSIONI

### CONCLUSIONI

Il contesto italiano è al momento caratterizzato da una staticità di crescita e sviluppo e, visto soprattutto il periodo di crisi che ha rappresentato un freno alla nascita e al progresso delle PMI italiane, ha bisogno di una maggiore crescita in termini sia di internazionalizzazione che di mentalità.

A tal proposito, la quotazione sui mercati borsistici analizzati in questo elaborato, potrebbe rappresentare per le PMI che puntano alla creazione di una leadership stabile e duratura un grande passo in avanti.

È chiaro che, come si è visto, la quotazione non è né un processo semplice né economico; tuttavia è anche vero che, a fronte di costi (diretti ed indiretti) e stringenti modifiche riguardanti il management e la corporate governance, i benefici che essa rende alle aziende sono di grande impatto. Inoltre, essa non deve essere vista come mera alternativa al reperimento di capitale per il finanziamento da parte delle banche, ma assume rilevanza strategica in ottica di riorganizzazione del management e riguardo i rapporti con gli stakeholder. Tuttavia, per la grande maggioranza delle aziende i costi di quotazione non compensano i benefici dati; pertanto, alleggerire il carico che richiede il processo di quotazione, introducendo incentivi e sgravi fiscali per determinate PMI, potrebbe rappresentare una possibile soluzione per avvicinare le aziende al mercato borsistico e facilitare così il loro accesso al finanziamento per lo sviluppo. Ciò consentirebbe alle aziende di crescere sotto molteplici punti di vista e al comparto industriale italiano di compiere passi in avanti, stabilizzandosi sui livelli che gli competono, alla pari dei maggiori *players* europei (quali Germania, Inghilterra, etc.).

Inoltre, un altro ostacolo verso la quotazione potrebbe essere rappresentato dalla durata del processo e dalla difficoltà a livello burocratico che esso richiede. A tal proposito, Borsa Italiana S.p.A. si è mossa per aiutare le aziende, creando il portale QUiCK (*Quotation in a Click*) che permette di gestire online tutte le fasi del processo di ammissione a quotazione, consentendo ai soggetti coinvolti una semplificazione e velocizzazione della trasmissione dei documenti necessari per quotazione ed ogni altra informazione.

In conclusione, quindi, vi è il bisogno che l'Italia torni a competere con le principali potenze economiche europee e mondiali. Per fare ciò, bisogna valorizzare e sostenere quanto

I programmi di Borsa Italiana S.p.A. per le PMI italiane di successo  
più possibile il *Made in Italy* e i programmi che Borsa Italiana S.p.A. offre per le PMI italiane  
sembrano andare in questa direzione.<sup>1</sup>

---

<sup>1</sup> La presente Prova Finale è composta da 10747 parole.  
44





## RIFERIMENTI BIBLIOGRAFICI

### BIBLIOGRAFIA E WEBGRAFIA

---

#### Libri, articoli e conferenze

AMOROSINO, S., a cura di, 2014. *Manuale di diritto del mercato finanziario*. Milano: Giuffrè Editore.

ANON., 2011. *La Borsa italiana: una storia più antica di quella dell'Italia*.  
Disponibile su: <https://www.altroconsumo.it/finanza/investire/mercati-e-valute/analisi/2011/03/la-borsa-italiana-una-storia-piu-antica-di-quella-dellitalia>.

ANTOLDI et al, 2002. *La quotazione delle imprese. Cambiamenti organizzativi nei sistemi direzionali*. Milano: McGraw-Hill Education. pp 72 – 78.

ANTONACCI, A., 2015. *Il mercato AIM Italia per le PMI. Il successo di Piquadro Spa*. Relazione finale, Università LUISS, Dipartimento di Impresa e Management.  
Disponibile su: <http://tesi.eprints.luiss.it/15723/1/176291.pdf>.

BORSA ITALIANA S.P.A., 2010. *Regolamento dei Mercati organizzati e gestiti da Borsa Italiana S.p.A.*

Disponibile su:

<http://www.borsaitaliana.it/borsaitaliana/regolamenti/regolamenti/reg08112010ccpsenza.pdf>.

BROGI, P., L., 2009. *La quotazione in borsa*. Slides del corso Economia del mercato mobiliare, Università degli Studi di Firenze, Facoltà di Economia.

COLOMBO, S., 2014. *Elite per la crescita delle PMI. Un bilancio sulla piattaforma creata da Borsa Italiana nel 2012*. MyAdvice Rivista di formazione finanziaria, pp. 20-22.

COLUCCI, D., 2017. *Le attività immateriali: disciplina contabile, disclosure e value relevance*. Torino: Giappichelli editore. pp 81 – 84.

D'AMATO, A., CACIA, C., 2008. *La quotazione in borsa delle PMI tra mito e realtà. Il caso del mercato alternativo del capitale (MAC) di Borsa Italiana S.p.A.*. Rivista Piccola Impresa/Small Business - n. 3.

D'ANDREA, A., M., 2016. *Start Up e Imprese: le agevolazioni fiscali della Legge di Bilancio 2017*.

Disponibile su: <https://www.money.it/start-up-imprese-agevolazioni-fiscali-legge-bilancio-2017>.

ERNST & YOUNG GLOBAL LIMITED, 2015. *IPO, Il percorso verso la quotazione in Borsa*. Disponibile su: [http://www.ey.com/Publication/vwLUAssets/EY-ipo-il-percorso-verso-la-quotazione-in-borsa/\\$FILE/EY-ipo-il-percorso-verso-la-quotazione-in-borsa.pdf](http://www.ey.com/Publication/vwLUAssets/EY-ipo-il-percorso-verso-la-quotazione-in-borsa/$FILE/EY-ipo-il-percorso-verso-la-quotazione-in-borsa.pdf).

EXPOSURE DRAFT - DISCUSSION PAPER, 2 Dicembre 2016. *Le valutazioni a fini di IPO*. Milano: Organismo italiano di valutazione. Disponibile su: <http://www.forumtools.biz/oiv/upload/ED.DP.01.2016-LeValutazioniafinidiIPO.pdf>.

FAGNANI, E., 2017. *STAR, la "stella" di Piazza Affari*. Disponibile su: <http://www.soldionline.it/notizie/azioni-italia/star-la-stella-di-piazza-affari>.

FERRAGINA, F., 2007. *La quotazione in Borsa delle piccole/medie imprese*. Finanza d'impresa. p 525 – 531.

FERRARI, A., et al, 2012. *Il sistema finanziario: funzioni, mercati e intermediari*. Torino: G. Giappichelli Editore. pp 134 – 145.

GOLINO, C., 2014. *Il mercato finanziario per le PMI tra difficoltà della crisi economica e nuove prospettive*. Disponibile su: [http://www.forumcostituzionale.it/wordpress/images/stories/pdf/documenti\\_forum/paper/0481golino.pdf](http://www.forumcostituzionale.it/wordpress/images/stories/pdf/documenti_forum/paper/0481golino.pdf).

IOSIO, C., 2011. *IPO per le PMI italiane*. Milano: IPSOA.

JERUSALMI, R., 2012. *ELITE*. Disponibile su :<http://www.borsaitaliana.it/azioni/mercati/mta/presentazionejerusalmi.pdf>.

LEARDINI, C., 2003. *L'economia della quotazione in borsa*. Padova: CEDAM. p 18 – 23.

LOVELLS LLP, 2009. *Il processo di quotazione sui mercati regolamentati di Borsa Italiana e su AIM Italia*. Disponibile su: [http://www.assolombarda.it/fs/2010341568\\_183.pdf](http://www.assolombarda.it/fs/2010341568_183.pdf).

LSEG, 2013. *AIM Italia. Il mercato per fare impresa*. Disponibile su: <http://www.borsaitaliana.it/azioni/mercati/aim-italia/brochureaimitalia.pdf>.

LSEG, 2017. *Corrispettivi di quotazione ed ammissione*. Disponibile su: <http://www.borsaitaliana.it/etf/emittenti/corrispettiviperlaquotazione/corrispettiviperlaquotazione.htm>.

LSEG, 2013. *ELITE, connecting companies with capitals*. Disponibile su: [https://it.elite-growth.com/sites/default/files/elite\\_content\\_page/1/ELITE\\_Presentazione\\_ECD\\_ITA\\_0.pdf](https://it.elite-growth.com/sites/default/files/elite_content_page/1/ELITE_Presentazione_ECD_ITA_0.pdf).

LSEG, 2013. *ELITE: crescita, cambiamento, leadership*. Disponibile su: <http://www.assolombarda.it/servizi/credito-e-mercati-finanziari/documenti/progetto-elite>.

MERLI, 2016. *Borse, Londra (e Milano) trattano una maxi-fusione con Francoforte*. Il Sole 24 Ore [online]

Disponibile su: <http://www.ilsole24ore.com/art/finanza-e-mercati/2016-02-23/borse-londra-e-milano-trattano-fusione-francoforte-151352.shtml?uuid=ACoPLSaC>.

MICARELLI, C., 2009. *Segmento Star*. Il Sole 24 Ore [online]

Disponibile su: <http://www.ilsole24ore.com/art/SoleOnLine4/100-parole/Diritto/S/Segmento-Star.shtml>.

PAGANO et al., 2017. *Quindici nuove aziende in ELITE grazie alla Deutsche Bank Lounge*

Disponibile su: <http://www.borsaitaliana.it/borsaitaliana/ufficio-stampa/comunicati-stampa/2017/loungedb.htm>.

PONTIANI, F., SESANA, T., 2011. *Le determinazioni quantitative e le rivelazioni contabili per la redazione del bilancio d'esercizio*. Milano: EDUCatt. pp 108 – 112.

RIGHINI, A., TAMBALO M., 2016. *"AIM Italia", il mercato borsistico per le PMI*. Il commercialista veneto, num. 231, pag. 7-8.

ROMANO, G., 2012. *Strategie aziendali e quotazione in borsa*. Milano: Giuffrè editore, pp 72-76.

SASSO, A., 2014. *Il ruolo dello sponsor nella definizione e stabilizzazione del prezzo di quotazione all'interno dei processi di IPO*. Relazione finale, Università LUISS, Dipartimento di Impresa e Management.

Disponibile su: <http://tesi.eprints.luiss.it/11895/1/sasso-alfredo-tesi-2014.pdf>.

TACCUSO, F., 2017. *Ftse Italia STAR: le 10 migliori azioni del 2017*. Consulenza finanziaria indipendente.

Disponibile su: <http://www.consulenzavincente.it/2017/05/ftse-italia-star-le-10-migliori-azioni-del-2017.html>.

VASCELLARO, D., 2014. *ELITE accompagna le PMI nel loro percorso di crescita*. Il giornale delle PMI [online].

Disponibile su: <https://www.giornaledellepmi.it/elite-accompagna-le-pmi-nel-loro-percorso-di-crescita/>.

## **Webgrafia**

<http://www.aim-italia.it> (sito ufficiale di AIM Italia).

<http://www.borsaitaliana.it/> (sito ufficiale di Borsa Italiana S.p.A.).

<http://www.borsaitaliana.it/bitApp/glossary.bit?target=GlossarySearch> (Il Glossario Finanziario di Borsa Italiana S.p.A., è il dizionario on-line dei termini finanziari).

[www.consob.it/documenti/quaderni/qdf30.pdf](http://www.consob.it/documenti/quaderni/qdf30.pdf) (documento ufficiale Borsa Italiana S.p.A.).

<http://www.ilsole24ore.com/> (sito ufficiale del Sole 24 Ore).

<https://it.elite-growth.com/> (sito ufficiale programma ELITE).

<http://www.treccani.it/enciclopedia/> (enciclopedia universale italiana, versione online).





